

深度报告



國元(香港)
GY(HK)

2014-6-24 星期二

长安 B (200625.SZ) 评级: 强烈推荐

深度报告: 2014-6-24

目标价: HK\$ 20.70

现价: HK\$ 14.72

预计升幅: 40.6%

股本数据

总股本(亿股): 46.6

总市值(亿港元): 683

52 周高/低 (HK\$): 16.55/8.51

每股净值(元): 4.0

所属行业: 汽车行业

主要股东

中国长安汽车集团 (40.0%)

52 周行情图 (Vs 恒生中国指数)



相关报告

国元证券(香港)研究部

研究员: 李明

电话: (852) 3769 6888

(86) 755-2151 6067

电邮: liming@gyzq.com.hk

长安福特进入收获季 自主品牌有望减亏

投资要点:

长安福特表现优异, 利润贡献大幅增长:

长安汽车的合资企业-长安福特是公司利润的主要贡献者。2014 年, 翼虎和新蒙迪欧将贡献主要增量, 且这两款车单车利润较高, 销量增加有助于提升公司盈利能力。从未来看, 福特的战略重心开始向中国倾斜, 未来几年增速将大大高于行业平均增速。根据福特的 1515 计划, 预计 2015 年前长安福特将有 Escort (A 级)、金牛座 (B 级)、锐界 (B 级 SUV) 等车型陆续投产, 继续提供增长动力。在今年的北京车展上, 公司已经展出福特福睿斯车型, 该车型定位精准, 有望成为 2015 年的增长点。预计长安福特 2014 年及 2015 年销量将达到 80 万和 99 万辆, 同比分别增长 17.5% 和 23.3%; 净利润率有望由 2013 年的 9.8% 提升至 10.3%。

自主品牌业务出现好转, 有望逐步减亏:

2014 年, 公司自主品牌有新车 CS75, 市场指导价格 10.85 万-14.40 万元, 上市后市场反应很好。预计 2014 年自主品牌微车部分销量有望达到 62 万辆, 轿车部分销量有望达到 56 万辆, 同比分别增长 20.2% 和 44.7%。综合来看, 自主业务朝着良性发展, 随着公司管控能力的逐渐加强, 有望实现减亏。

马自达新车型上市, 预计全年增长强劲:

马自达的主力车型目前月销量为 5000-7000 台, 预计 2014 年销量有望达到 7 万辆。公司全新马 3-昂科塞拉将于今年上市, 由于去年 1-7 月基数较低, 预计全年长安马自达的销量将有 50% 的增长。后续 CX3、新马 2 也将在两年内投放市场。新车型的密集投放将改善长安马自达的销售现状, 逐步为公司贡献业绩。预计 2014 年长安马自达销量为 10 万辆, 净利率有望升至 5%。

给予强烈推荐评级, 目标价 20.7 港元:

预计公司 2014-2016 年 EPS 将分别为 1.38 元、1.80 元及 2.23 元。根据行业估值水平, 结合中国汽车行业的发展及公司的优势, 给予公司 2014 年 12 倍估值, 相当于目标价 20.7 港元, 较现价有 40.6% 的上升空间, 首次关注给予强烈推荐评级。

百万人民币	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业额	29,463	38,481	47,513	54,045	63,797
同比增长 (%)	11.0%	11.0%	30.6%	23.5%	13.7%
毛利率	18.4%	17.5%	18.8%	18.7%	19.2%
净利润	1,446	3,506	6,412	8,383	10,381
同比增长 (%)	49.4%	142.4%	82.9%	30.7%	23.8%
每股盈利	0.31	0.75	1.38	1.80	2.23
PE	38.3	15.7	8.6	6.6	5.3
每股股息	0.05	0.10	0.21	0.27	0.33

目录

长安汽车简介.....	3
自主品牌历史表现一般.....	6
合营公司-福特为利润贡献主体.....	9
未来发展亮点.....	17
盈利预测.....	19
估值及目标价.....	21

长安汽车简介

公司主营业务介绍

重庆长安汽车股份有限公司简称“长安汽车”，源自于1862年李鸿章在上海淞江创建的上海洋炮局，隶属于中国兵器装备集团公司，1984年进入汽车领域。1996年，长安汽车从原母公司独立成为汽车股份有限公司，1997年在深圳证券交易所上市，A股代码000625，B股代码200625。经过多年发展，公司已经成为一家集汽车研发、制造、销售和服务于一体的专业汽车公司，现已形成微车、轿车、客车、卡车、SUV、MPV等低中高档、宽系列、多品种的产品谱系，拥有排量从0.8L到2.5L的发动机平台。目前，公司在国内拥有九个生产基地，分别位于重庆、北京、江苏、河北、浙江、江西、安徽、广东等地，并在海外拥有四大生产基地，分别位于巴西、俄罗斯、尼日利亚及马来西亚，合计年产销汽车220万辆。

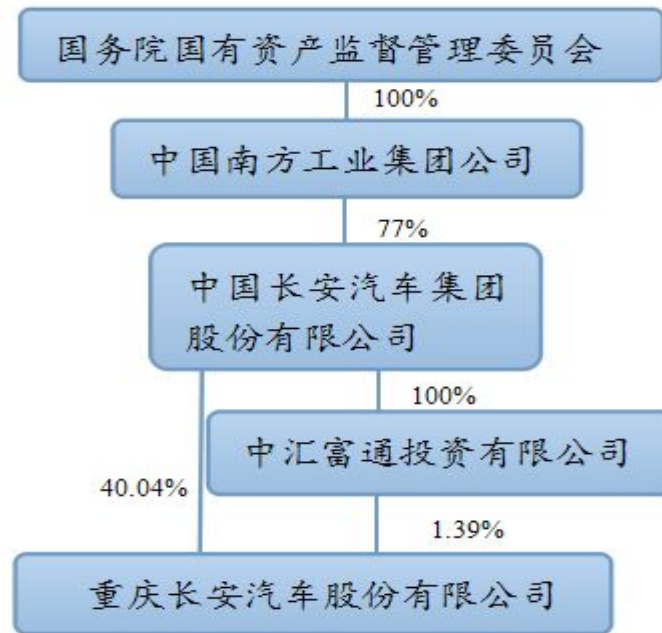
发展历程

- 1862年，李鸿章在上海淞江创建上海洋炮局，是长安汽车的前身。
- 1957年，长安制造出中国第一辆吉普车，参加1959年国庆阅兵。
- 1984年，中国第一辆微车在长安下线。
- 1993年，长安铃木汽车有限公司奠基仪式。
- 1996年，从原母公司独立，成立了重庆长安汽车股份有限公司；同年，B股上市。
- 1997年，在深圳证券交易所上市；增发A股。
- 1998年，长安之星出厂。
- 2001年，长安福特成立；同年，成立发动机分公司。
- 2002年，河北长安成立。
- 2003年，长安南京生产基地奠基。
- 2004年，长安福特蒙迪欧下线。
- 2004年，江铃控股和长安汽车强强联合。
- 2005年，长安跨越商用车基地落成；
- 2005年，长安福特南京公司正式成立；9月长安福特第一辆福克斯下线。
- 2005年，长安福特马自达发动机有限公司成立。
- 2006年，氢燃料发动机点火。
- 2007年，长安马自达汽车有限公司成立。
- 2007年，南京长福马发动机公司投产；同年，长安混合动力车下线。
- 2011年，长安标志雪铁龙汽车成立。

公司股权架构

公司目前总股本46.6亿股，其中有限售条件的法人持股占比8.0%；无限售条件的法人持股占比92.0%。大股东中国长安汽车集团股份有限公司持有股份18.7亿股，持股比例为40.0%。（2014年2月12日至6月9日，中国长安减持上市公司股票4663万股，减持均价为11.5元/股，占公司总股本的1%）

表 1、公司股权架构



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

公司主要架构

除本部以外，长安汽车近年陆续与国际知名汽车制造商成立合营公司，如长安福特、长安马自达、长安铃木、长安标志雪铁龙等。

表 2、主要子公司及参股公司

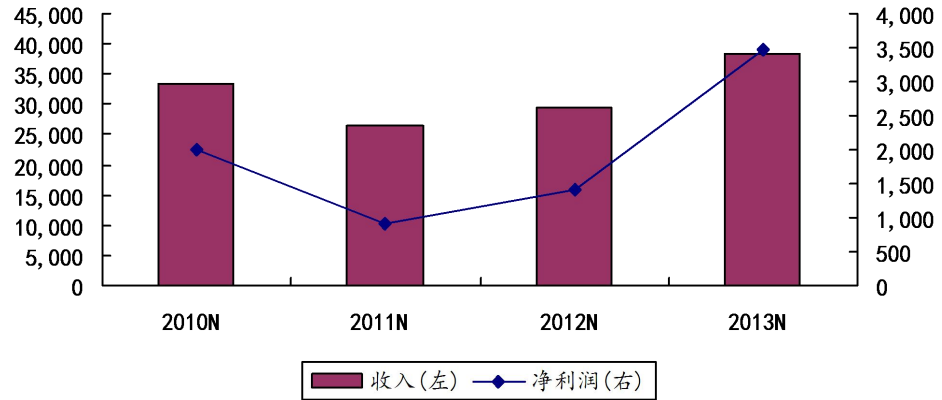
企业名称	持有股权
河北长安汽车有限公司	94.2%
南京长安汽车有限公司	84.7%
长安福特汽车有限公司	50.0%
长安马自达汽车有限公司	50.0%
长安福特马自达发动机有限公司	50.0%
重庆长安铃木汽车有限公司	51.0%
江铃控股有限公司	50.0%
长安标致雪铁龙汽车有限公司	50.0%
保定长安客车制造有限公司	100.0%
重庆长安汽车国际销售服务有限公司	95.0%
重庆长安新能源汽车有限公司	65.0%
重庆长安专用汽车销售有限公司	50.0%

数据来源：公司资料，国元证券（香港）

长安汽车历史业绩

2010-2013年，公司录得营业收入分别为335.3亿元、265.5亿元、294.6亿元及384.8亿元，期内净利润分别为20.4亿元、9.7亿元、14.5亿元及35.1亿元。期内，公司综合毛利率相对平稳，除2011年下降至14.8%，其余年度大概为17%-18%。

表 3、长安汽车历年收入及净利润（人民币 百万）

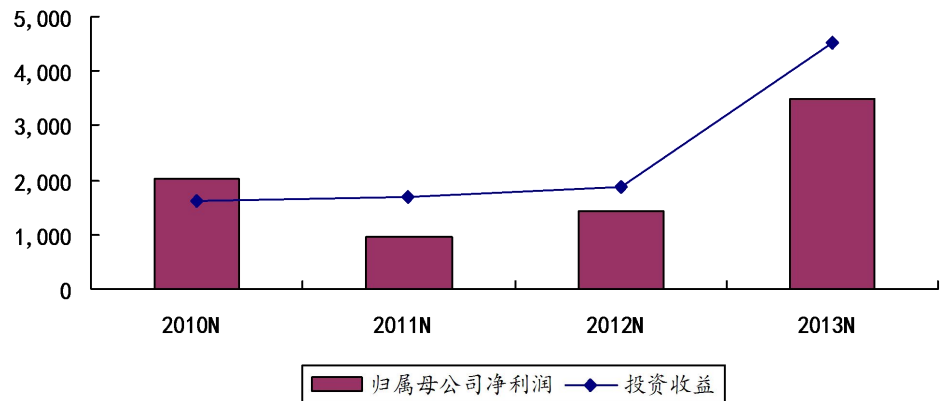


数据来源：公司资料，国元证券（香港）

净利润及联营企业的投资收益贡献

公司的归属股东净利润中，来自于投资收益的占比逐渐提高。以2013年为例，年内公司录得归属股东的净利润为35.1亿元，其中来自于联营公司的投资收益为44.8亿元，投资收益是利润的主要贡献来源。

表 4、长安汽车历年净利润及投资收益（人民币 百万）



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

自主品牌历史表现一般

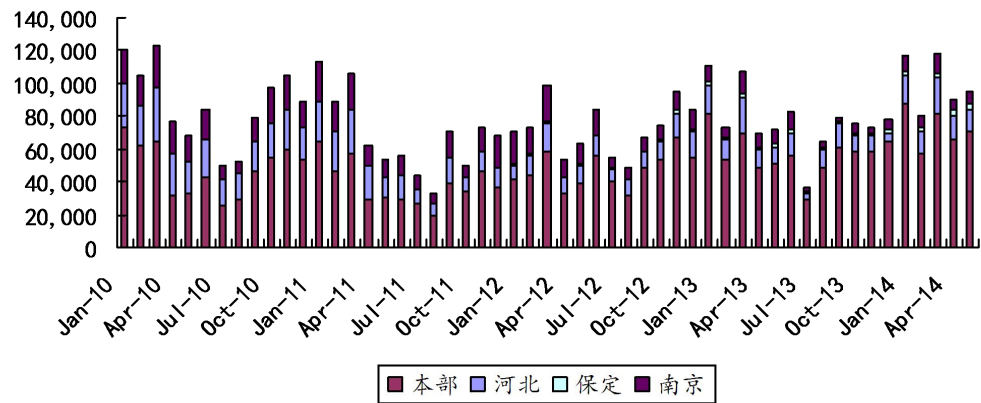
长安汽车简介

重庆长安汽车股份有限公司，简称长安汽车，源自于1962年，隶属于中国兵器装备集团公司，1984年公司进入汽车领域。经过多年发展，公司已经成为一家集汽车研发、制造、销售和服务于一体的专业汽车公司，现已形成微车、轿车、客车、卡车、SUV、MPV等低中高档、宽系列、多品种的产品谱系，拥有排量从0.8L到2.5L的发动机平台。

自主品牌汽车销量

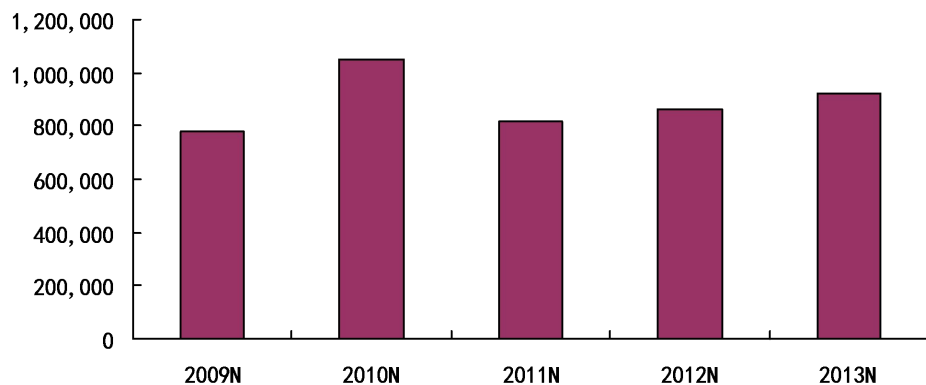
公司自主品牌汽车主要生产基地为重庆长安本部、河北、南京等地。从销量数据可以看出，2008年以来，自主品牌汽车除了在2010年实现爆发性增长外，其余年度基本为平稳增长。

表 5、长安汽车自主品牌月销量（辆）



数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

表 6、长安汽车自主品牌年销量（辆）



数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

自主品牌主要车型

长安汽车自主品牌部分主要生产多系列的乘用车及商用车。乘用车部分主要包括CS75、CS35、致尚XT、奔奔、悦翔、睿骋等车型。商用车部分主要包括欧诺、金牛星、长安之星、长安星卡等。

表 7、长安汽车自主品牌乘用车



数据来源：公司网站

表 8、长安汽车自主品牌商用车

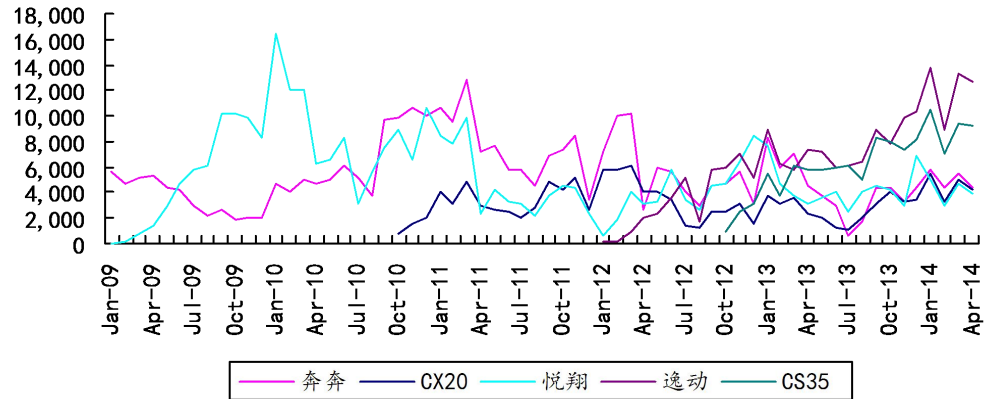


数据来源：公司网站

乘用车销量表现

从历史表现来看，长安汽车的自主品牌乘用车表现一般，主力车型月销量过万的车型只有逸动，其余车型 CX20、奔奔、悦翔的月销量均在 4000-5000 辆上下。公司主力 SUV 车型 CX35 于 2012 年底上市，2013 年销量处于爬坡阶段，2014 销量相对稳定，月销量接近一万辆，是自主品牌的又一主力车型。

表 9、长安汽车自主品牌主要车型月销量 (辆)

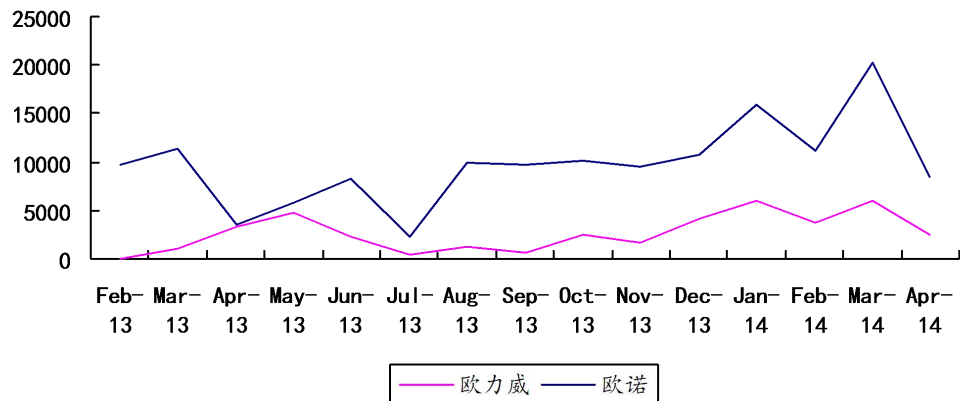


数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

商用车销量表现

2013 年，自主品牌商用车车型欧诺和欧力威月销量逐渐爬升，欧诺销量较好，多个月份的单月销量过万，成功的迎合了市场口味。

表 10、长安汽车自主品牌商用车月销量 (辆)



数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

合营公司-福特为利润贡献主体

主要合营公司

长安汽车先后与福特、铃木、马自达、标致雪铁龙、江铃建立战略合作关系，成立长安福特、长安铃木、长安马自达、长安标致雪铁龙、江铃控股等合资企业，拥有翼虎、翼搏、蒙迪欧、福克斯、嘉年华，锋驭、天语、雨燕、奥拓、马自达3、马自达2、CX-5、DS5、陆风 X5、陆风 X8、陆风 X9 等多款产品。

长安铃木

1993年5月，重庆长安铃木汽车有限公司成立，长安汽车占股份的51%、日本铃木株式会社占股份的39%、铃木（中国）投资有限公司占比10%。目前，长安铃木拥有天语、雨燕、羚羊和奥拓等四个系列约20个车型，G、M、K系列三个发动机机型，具备年产25万辆整车和25万台发动机的生产能力。公司第二工厂项目位于重庆市巴南区经济园区天明汽摩产业园，占地面积约2020亩，分三期建设，最大设计年产能75万辆。

表 11、长安铃木主要车型

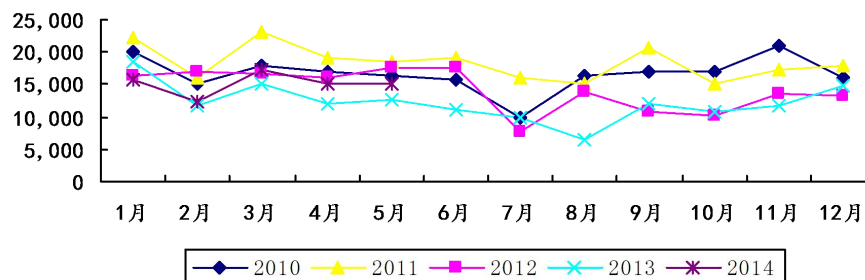


数据来源：公司资料，国元证券（香港）

长安铃木

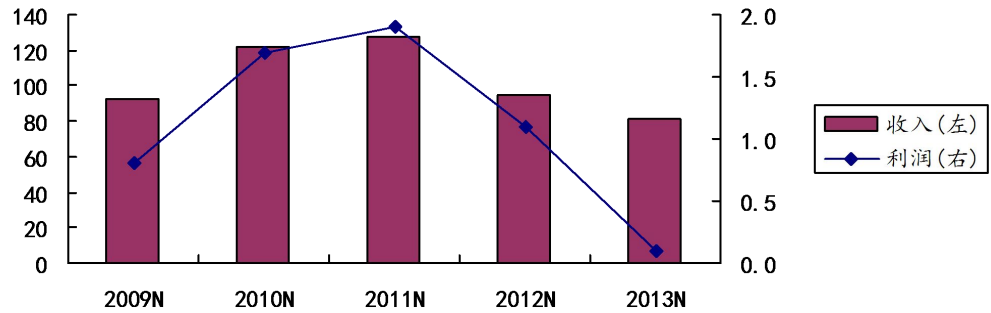
由于小型轿车竞争激烈，长安铃木主打产品销量表现一般，2013年共销售汽车14.8万辆，录得收入81.6亿元，年内获得利润1109万元。

表 12、长安铃木主要车型



数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

表 13、长安铃木收入及利润 (人民币 亿)



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

长安福特

2001 年 4 月，福特汽车与长安汽车签约成立长安福特汽车有限公司（长安福特），并于 2003 年初正式投产。2011 年 6 月，长安福特发动机工厂开始兴建；同年 9 月，长安福特变速箱工厂投建；2012 年，长安福特整车二工厂、整车三工厂和整车四工厂陆续开工建设。目前，长安福特已经形成 120 万辆整车的产能。主要车型有：经典福克斯、新福克斯、致胜、新嘉年华、翼虎、翼搏、新蒙迪欧，长安福特产品谱系基本涵盖所有主力市场，满足并引领用户需求。

表 14、长安福特轿车



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

表 15、长安福特 SUV



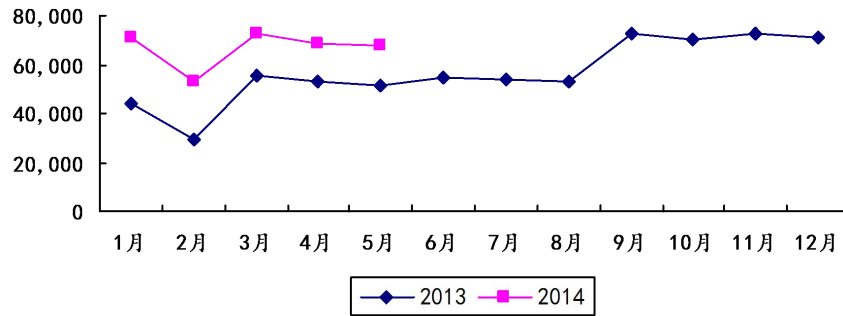
数据来源：公司资料，国元证券（香港）

长安福特-盈利能力最强的合资公司

长安福特是公司合资企业中盈利能力最强、利润贡献最大、主力车型最具有竞争力的企业之一。2013 年，长安福特共计销售汽车 68 万辆，同比增长近六成；年内净利润 82.2 亿元，其中下半年为 50.5 亿元，环比大幅增加，主要原因是下半年销量增长、发动机自配、翼虎费用下降、新蒙迪欧上市和新福克斯摊销费用下降导致。

2014年1季度，长安福特销售汽车33.2万辆，同比增长42.5%，高毛利的SUV和B级车销量强劲，结构继续优化。从月度数据来看，长安福特汽车的销量按月攀升，同比环比均有较好增长。2014年5月份，长安福特汽车的销量为67836辆，同比增长32.1%。

表 16、长安福特汽车月销量（辆）

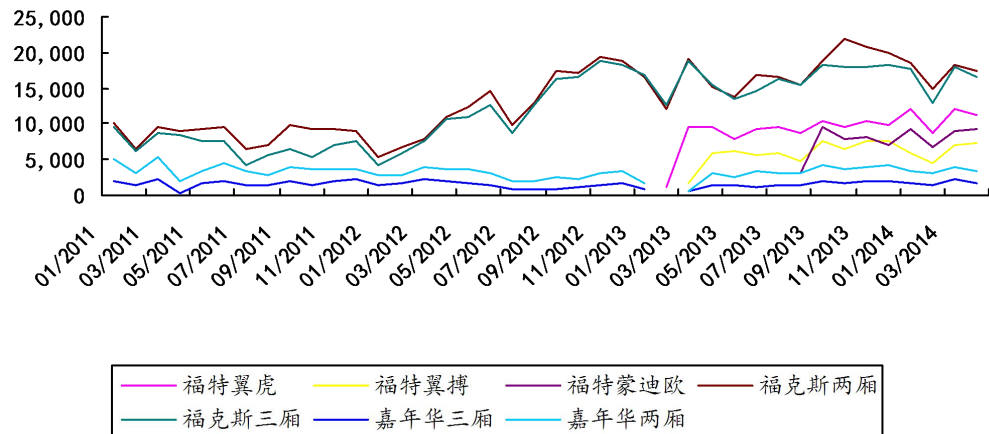


数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

长安福特-主力车型销售较好

长安福特的主力轿车车型为福特蒙迪欧及福克斯。按销量来看，福特福克斯三厢及福克斯两厢的月销量均在1.5万辆以上，合计贡献当月销量的近一半。福特蒙迪欧销量逐月提升，月销量近万辆。SUV主力车型为福特翼虎和福特翼搏，福特翼虎的市场指导价为19.08-27.58万之间，福特翼搏市场指导价为9.16万-12.8万之间。从销量来看，福特翼虎月销量过万，在SUV市场排名第五(2014年4月)。

表 17、长安福特汽车主要车型月销量（辆）

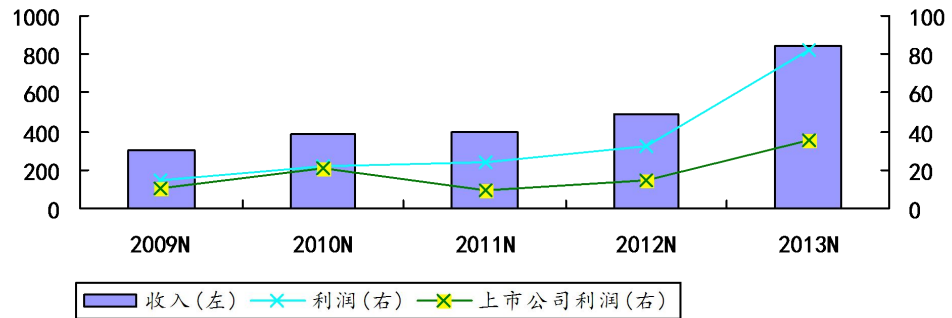


数据来源：公司资料，国元证券（香港），Wind 资讯

长安福特

长安福特是长安汽车的合资企业中盈利能力最强、利润贡献最大的企业之一。从历年数据可以看出，受益于主力车型的贡献，长安福特的营业收入大幅增长，净利润增长幅度也远超市场预期，对上市公司的贡献最大。

表 18、长安福特收入及利润 (人民币 亿)



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

江铃汽车

2004 年 11 月，在国家新的汽车产业政策的引导和支持下，长安汽车和江铃汽车通过合资，成为国内首家中中合作的汽车制造企业。控股本部有两大生产基地：昌北基地和小蓝基地，已搭建了 SUV、MPV 和轿车三大产品平台，旗下拥有国内知名品牌-陆风，其 SUV 在细分市场口碑较高。2005 年投产的 MPV 产品-陆丰风尚是一款多功能家庭轿车。2007 年 6 月，公司经过自主研发陆风风华正式进入轿车目录，开始进军全系列乘用车市场。

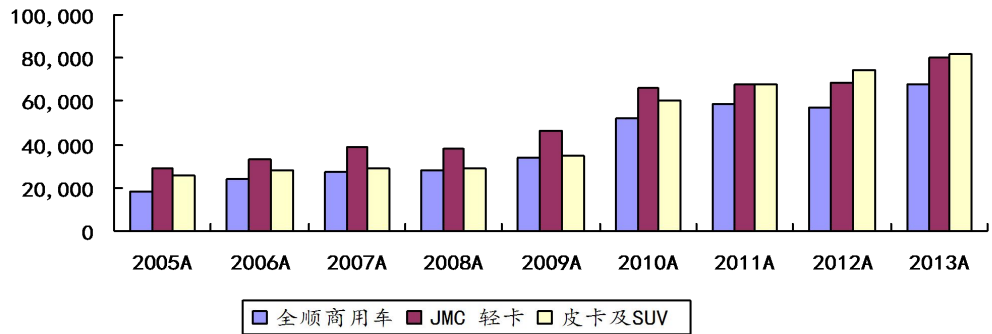
江铃汽车-商用车
中全顺表现优异

江铃汽车的商用车在行业具有较好口碑，包括轻卡和轻客产品。轻卡产品的技术起源于五十铃，在上世纪 80 年代中期与五十铃展开合作。轻客产品是公司的立足之本，也是保障公司实力的主要产品。公司于 1997 年与福特合作，成功推出全顺轻客，主要定位中高端商务车、城市物流客货两用车等市场，一直稳步增长，成为中国高档轻客市场的主力军。从公司传统业务来看，核心业务轻客、轻卡均稳定发展，尤其是以全顺为代表的轻客在行业内口碑非常好，定位高端市场，有望在城市物流的带动下稳速发展。预计 2014 年商用车部分稳速增长，2015 年下一代全顺的两款车型将上市，有望带动该业务增速。

江铃汽车-乘用车
主要增长动力来自于全新驭胜及福特 SUV

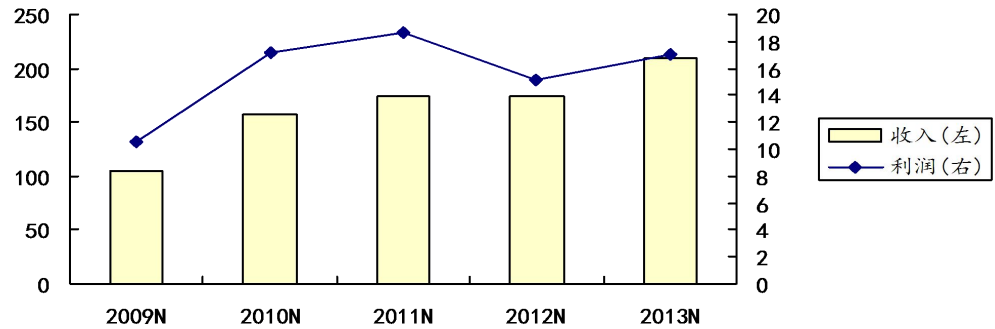
在乘用车方面，江铃汽车前些年推出宝威 SUV，2010 年又推出驭胜，配备了福特 Puma 发动机，征战专业 SUV 市场。近期，公司又推出全新驭胜，有望带动 2014 年 SUV 的销量增长。江铃汽车未来的最大亮点在于其与福特的合作逐渐深入，福特对公司持股扩大 2 个点，并向公司导入 J08 和 J09 项目，这意味着江铃不再只是福特在中国的商用车平台，已经进入乘用车领域。近几年，公司在产能及研发上做了较多投入，费用大幅提升。随着小蓝基地的投产，新车型的上市，公司的费用投入将在今年进入尾声，江铃即将步入收获期。

表 19、江铃汽车年度销量 (辆)



数据来源: 公司资料, 国元证券 (香港)

表 20、江铃汽车收入及净利润 (人民币 亿)

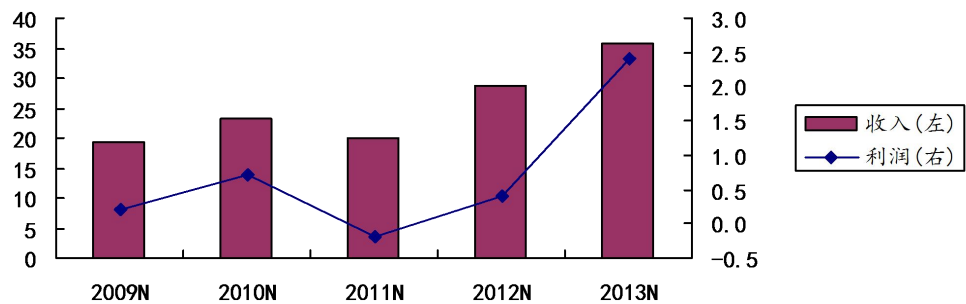


数据来源: 公司资料, 国元证券 (香港)

长安福特马自达
发动机

2005年5月, 长安福特马自达发动机有限公司成立, 由重庆长安汽车股份有限公司、马自达汽车株式会社和福特汽车公司三方在南京江宁开发区合资组建, 注册资本1.4亿美元, 其中重庆长安汽车股份有限公司占股份的50%, 福特汽车公司与马自达汽车株式会社各占股份的25%。长安福特马自达发动机为目前国内已建和在建规模最大的发动机生产厂之一, 初期年产能为35万台, 现生产产品主要是BZ和N14两大系列, 共五款产品 (BZ1.3L、BZ1.5L、1.6L和N14 2.0L、2.3L)。

表 21、长安福特马自达发动机收入及净利润 (人民币 亿)



数据来源: 公司资料, 国元证券 (香港)

长安马自达

2006年3月,马自达汽车公司正式参股长安福特,成立长安福特马自达汽车有限公司,长安汽车持股50%,福特汽车持股35%,马自达持股15%。2007年4月,长安福特马自达汽车有限公司在北京设立长安马自达事业部。2012年1月,长安马自达事业部主要职能部门从北京市迁到南京市,进一步实现产销一体化。2013年1月,长安马自达汽车有限公司正式成立。长安马自达主要由三个组成部分组成,即整车厂、销售公司及研发中心。长安马自达汽车南京工厂初期产能为年产16万辆,二期计划扩产至年产30至40万辆。目前,长安马自达是马自达品牌在中国重要的产品销售网络之一,主要职能部门设在南京,承担着新马自达2、马自达3星骋以及Mazda CX-5在中国市场的品牌建设、市场销售和销售网络建设的全面市场营销工作。

表 22、长安马自达主力车型

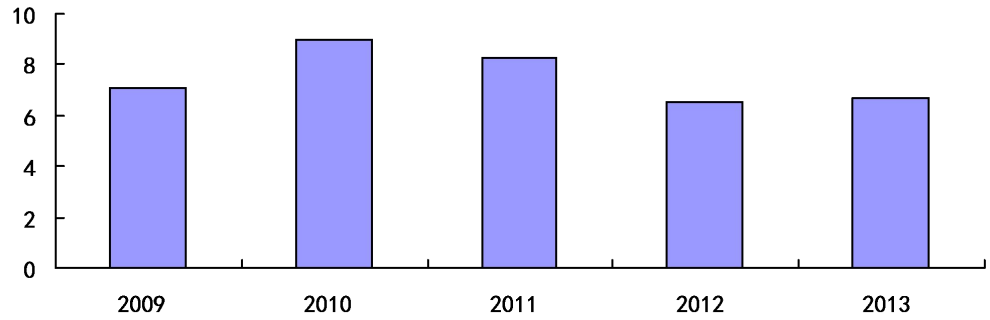
Mazda CX-5	Mazda3 星骋三厢
	
Mazda3 星骋两厢	新Mazda2 三厢
	

数据来源: 公司资料, 国元证券(香港)

长安马自达车型
销量

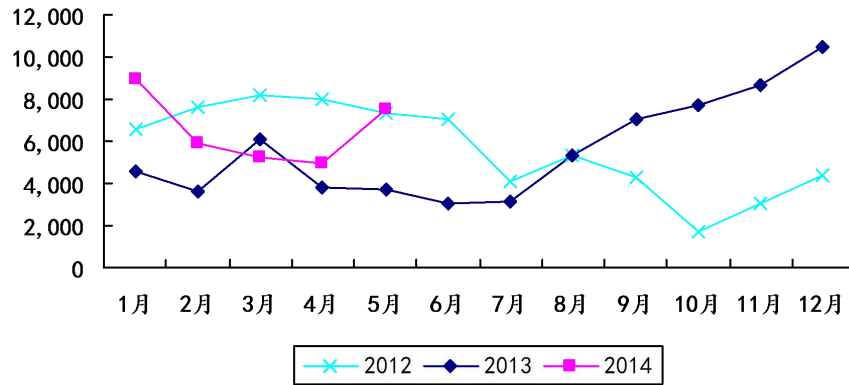
长安马自达的主力车型为马自达2及马自达3,近些年由于新车型较少,加上钓鱼岛事件的影响,导致2011-2012年销量增长乏力。2013年8月,长安马自达推出全新SUV CX-5,销售势头良好,带动长安马自达销量从9月起出现反弹。公司全新马3将于今年上市,由于去年1-7月基数较低,预计全年长安马自达的销量将有50%的增长。

表 23、长安马自达年销量 (万辆)



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

表 24、长安马自达月销量 (辆)

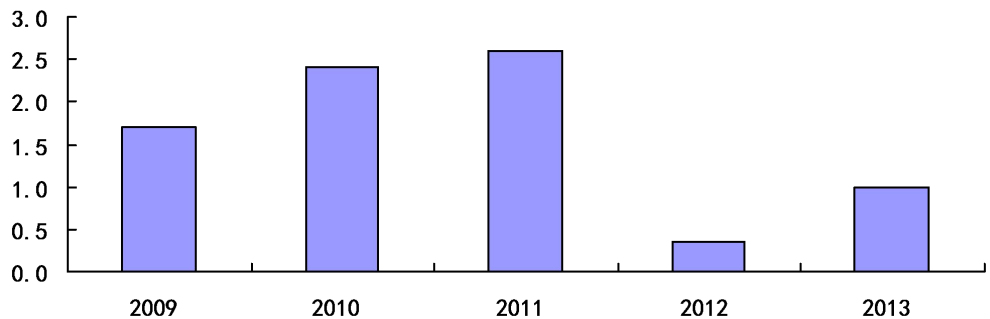


数据来源：公司资料，国元证券（香港）

长安马自达盈利

2009-2011 年，长安马自达利润均呈现稳步增长态势，2012 年受销量影响，业绩大幅下滑，2013 年略有恢复。

表 25、长安马自达净利润 (人民币 亿)



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

长安标致雪铁龙

2011年，长安汽车与标致雪铁龙汽车股份有限公司签署协议成立长安标志雪铁龙汽车。注册资本40亿人民币，双方各占股本50%。目前，长安标致雪铁龙在深圳拥有生产基地，占地面积130万平方米，建设两个整车工厂以及一个发动机工厂。深圳基地于2013年9月实现量产，未来将实现年产20万辆整车及相匹配的发动机生产能力。合资企业初期引入新世代豪华汽车品牌-DS，为中国消费者带来原创设计、精湛工艺、人性科技的豪华车型新选择。目前主要车型包括DS-5、DS5LS、DS3、DS4等。

表 26、长安标志雪铁龙主要车型



数据来源：公司资料，国元证券（香港）

长安标致雪铁龙
盈利

2013年，长安标志雪铁龙实现营业收入5.7亿元，净利润亏损近8亿元，为上市公司贡献投资收益-5000万元。集团承诺，长安标志雪铁龙2013年及2014年为上市公司贡献的投资收益若低于-1.25亿元及-1.75亿元，集团将以现金补足差额。

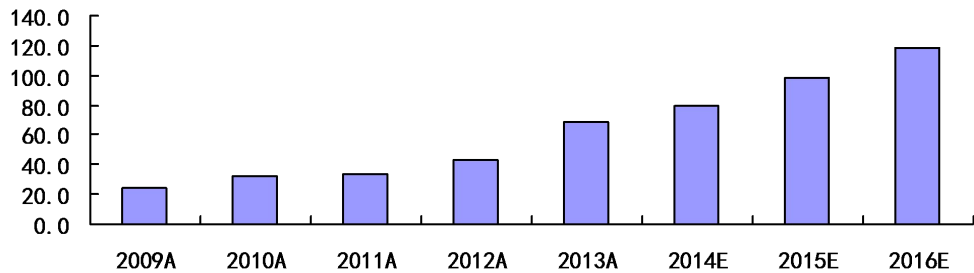
未来发展亮点

长安福特是最大亮点

2014年，翼虎和新蒙迪欧将贡献主要增量，且这两款车单车利润较高，销量增加有助于提升公司盈利能力。今年底，重庆第三工厂将投产，明年杭州工厂也将投产，届时将形成120万辆整车的产能。渠道将从当前的570家扩展到年底的618家。公司也将在未来下沉渠道，对三四五线城市进行开发。

福特的战略重心开始向中国倾斜，未来几年增速将大大高于行业平均增速。根据福特的1515计划，预计2015年前长安福特将有Escort(A级)、金牛座(B级)、锐界(B级SUV)等车型陆续投产，继续提供增长动力。北京车展上，长安福特发布全新A级车福睿斯，该车定位紧凑型轿车，不会与目前福特在国内市场销售的新福克斯和福克斯经典两款车型内部冲突，其主要竞品为朗逸、宝来等家用紧凑型轿车。目前福睿斯的价格和具体配置尚未公布，预计会低于新福克斯，有望成为2015年销量和业绩的重要增量。预计长安福特2014年销量将达到80万辆，同比增长17.5%；净利润率有望由去年同期的9.8%提升至10.3%。

表 27、长安福特销量预测 (万辆)

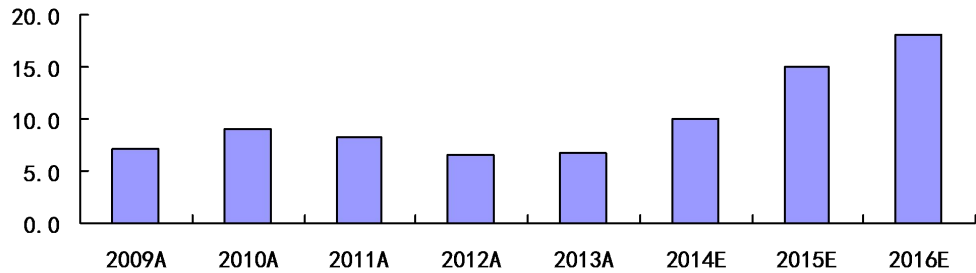


数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

长安马自达重回舞台

2013年8月，长安马自达引入新车型CX5，扭转其销售低迷的局面，全年销售2.2万辆。从利润来看，下半年净利润0.8亿元，上半年0.2亿元，可见CX5的贡献较大。目前马自达的主力车型为CX5，该车型目前月销量5000-7000台，预计2014年销量有望达到7万辆。公司全新马3-昂科塞拉将于今年上市，由于去年1-7月基数较低，预计全年长安马自达的销量将有50%的增长。后续CX3、新马2也将在两年内投放市场。新车型的密集投放将改善长安马自达的销售现状，逐步为公司贡献业绩。预计2014年长安马自达销量为10万辆，净利率有望升至5%。

表 28、长安马自达销量预测 (万辆)

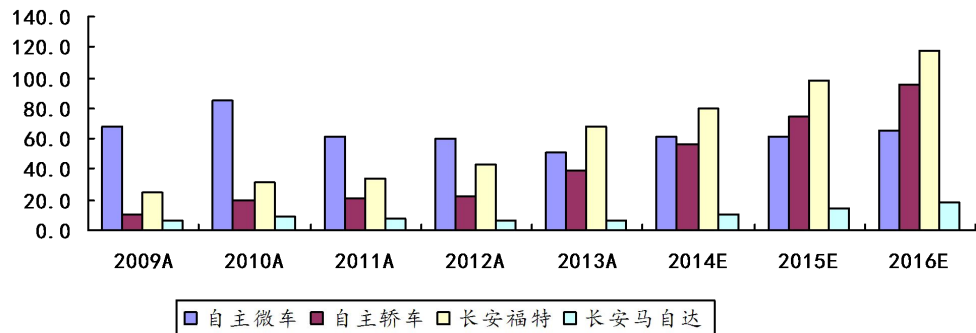


数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

自主品牌部分有望减亏

2014年1-5月份，自主品牌（包括重庆本部、河北、保定及南京）合计销量为50万辆，同比增长16.1%，增幅大于一季度幅度。2014年，公司自主品牌有新车CS75，市场指导价格10.85万-14.40万元，上市后市场反应很好。预计2014年自主品牌微车部分销量有望达到62万辆，轿车部分销量有望达到56万辆，同比分别增长20.2%和44.7%。综合来看，自主业务朝着良性发展，随着公司管控能力的逐渐加强，有望实现减亏。

表 29、长安汽车销量预测 (万辆)



数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

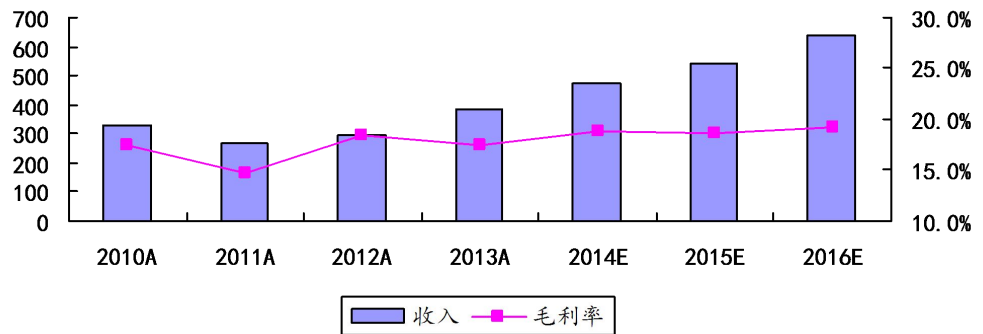
综合以上，预计2014年长安汽车的主要业务亮点在于：1、福特盈利大幅增长；2、长安马自达扭转低迷局面；3、自主品牌减亏。

盈利预测

收入及毛利率预测

从本部来看，预计 2014 年销量有所好转。其中微车部分销量有望达到 62 万辆，轿车部分销量有望达到 56 万辆，同比分别增长 20.2% 和 44.7%。由于新产品导入均价可能下调，收入增长幅度略小于销量增幅，但规模效应及费用控制使得毛利率有望提升。预计 2014 年微车及轿车部分的毛利率将分别提升至 17.7% 和 18.6%，同比分别增长 2.5 及 0.7 个百分点。

表 30、收入及毛利率预测 (人民币 百万)

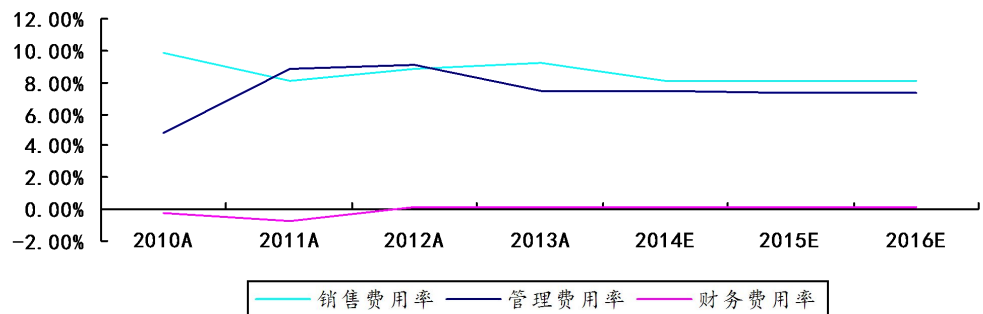


数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

费用率预测

2013 年，销售费用、管理费用及财务费用分别占公司总营业额的 9.2%、7.5% 及 0.2%。可见，研发费用和行政费用是公司开支的主要部分。2014 年 1 季度，公司期间费用率为 13.0%，同比降低 0.4 个百分点。其中管理费用率下滑 0.9 个百分点至 4.5%，销售费用率上升 0.3 个百分点至 8.0%。未来，公司加大费用管控力度，预计公司未来几年管理费用率会相对稳定。

表 31、费用率预测 (%)

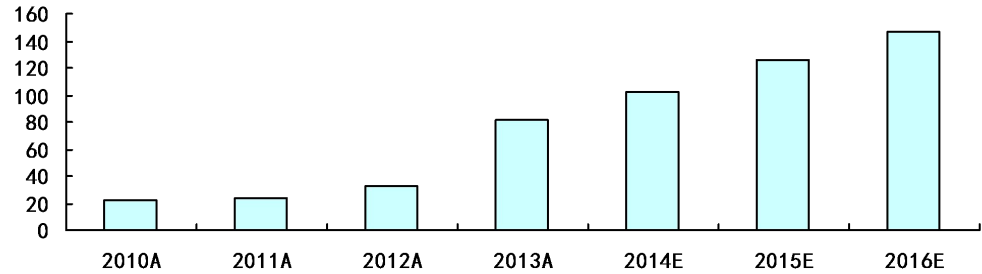


数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

投资收益预测

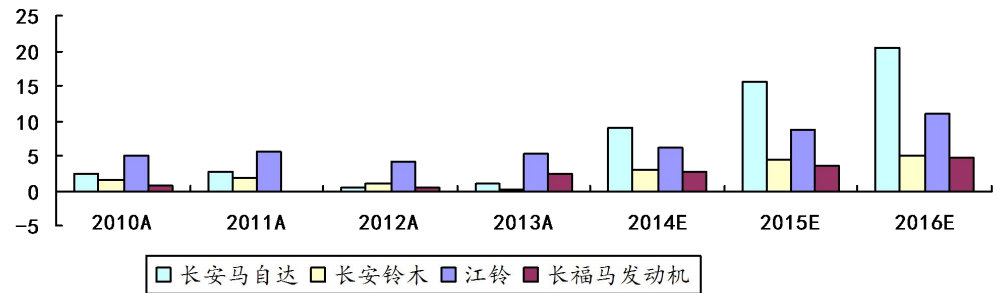
公司投资收益的贡献者为长安福特、长安马自达、长安铃木、长安福特马自达发动机、江铃汽车等。其中，长安福特是利润贡献的主要力量。2014 年，预测长安福特将继续为上市公司贡献大量投资收益；同时，长安马自达也有望重返舞台，增加投资收益的贡献；江铃汽车今年稳步增长，也是投资收益的贡献者之一。

表 32、长安福特利润预测 (人民币 亿)



数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

表 33、其他合资企业利润预测 (人民币 亿)

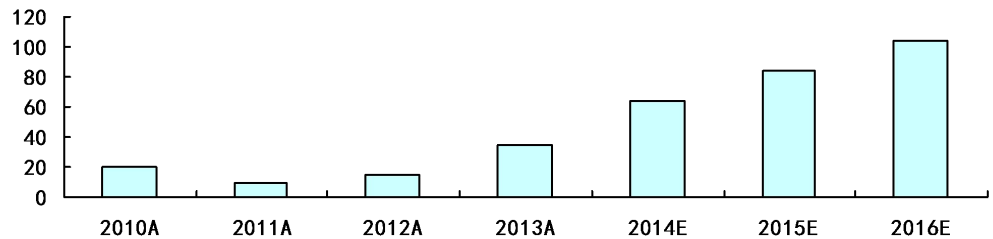


数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

净利润预测

综合以上，预计 2014-2016 年公司净利润将分别为 64.1 亿、83.8 亿及 103.8 亿元。

表 34、归属股东净利润预测 (人民币 亿)



数据来源：公司资料，国元证券（香港）预测

估值及目标价

推荐理由

我们看好公司在汽车行业的综合实力，未来主要看点在于：1、长安福特的优异表现；2、长安马自达的销量及利润提升；3、江铃汽车的稳步增长；4、自主品牌的减亏。

目标价

预计公司 2014-2016 年 EPS 将分别为 1.38 元、1.80 元及 2.23 元。根据行业估值水平，结合中国汽车行业的发展及公司的优势，给予公司 2014 年 12 倍估值，相当于目标价 20.7 港元，较现价有 40.6% 的上升空间，首次关注给予强烈推荐评级。

表 35、行业相关公司估值及评级

	市值 (亿)	货币	股价	评级	PB		EPS			PE		
					2013A	2014E	2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
长城汽车 H	294	HKD	28.45	强烈推荐	2.5	2.70	3.10	3.82	8.4	7.3	6.0	
长城汽车 A	525	CNY	26.13	强烈推荐	2.8	2.70	3.33	4.09	9.7	7.8	6.4	
吉利汽车	239	HKD	2.71	强烈推荐	1.2	0.32	0.34	0.40	6.8	6.4	5.4	
华晨中国	657	HKD	13.08	-	3.5	0.68	0.84	1.01	15.4	12.5	10.4	
广汽集团 A	295	CNY	7.53	-	1.4	0.41	0.66	0.84	18.4	11.4	9.0	
广汽集团 H	188	HKD	8.51	-	1.2	0.41	0.66	0.84	16.6	10.3	8.1	
中国重汽 A	48	CNY	11.55	-	1.2	0.10	0.20	0.27	115.5	57.8	42.8	
中国重汽 H	106	HKD	3.84	-	0.4	0.10	0.20	0.27	30.7	15.4	11.4	
长安汽车 A	553	CNY	11.86	强烈推荐	3.0	0.75	1.38	1.80	15.8	8.6	6.6	
长安 B	686	HKD	14.72	强烈推荐	2.9	0.75	1.38	1.80	15.7	8.5	6.5	
江铃汽车 A	246	CNY	28.54	强烈推荐	2.7	1.97	2.25	3.14	14.5	12.7	9.1	
江铃 B	258	HKD	29.87	强烈推荐	2.3	1.97	2.25	3.14	12.1	10.6	7.6	
上汽集团	1700	CNY	15.42	-	1.2	2.25	2.42	2.67	6.9	6.4	5.8	
平均									14.2	9.8	7.7	

资料来源：国元证券（香港），Bloomberg

损益表(人民币百万元, 财务年度截至12月底)

财务分析

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
收入	29463	38481	47513	54045	63797	毛利率 (%)	18.4%	17.5%	18.8%	18.7%	19.2%
毛利	5423	6733	8935	10130	12254	净利率 (%)	4.9%	9.1%	13.5%	15.5%	16.3%
销售费用	-2630	-3554	-3825	-4378	-5168	SG&A/收入 (%)	18.1%	16.7%	15.5%	15.4%	15.4%
行政费用	-2690	-2892	-3516	-3945	-4657	股息支付率 (%)	16.1%	13.3%	15.0%	15.0%	15.0%
营业税费	-760	-1261	-1479	-1598	-1792	库存周转	74.6	54.4	55.2	55.2	55.5
财务收入(费用)	-29	-72	-48	-108	-128	应付账款天数	109.3	88.2	132.8	152.5	160.9
经营利润	925	3130	5798	7601	9444	应收账款天数	121.4	110.5	112.7	114.9	117.2
营业外净收入	405	185	204	224	246	ROA	3.5%	7.0%	11.5%	13.7%	15.2%
税前盈利	1330	3315	6002	7825	9690	ROE	9.6%	20.6%	33.6%	41.8%	49.1%
所得税	88	153	342	469	581	净负债/股本	1.7	1.6	2.2	2.5	2.7
净利润	1446	3506	6412	8383	10381	收入/总资产	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
总收入 (%)	11.0%	30.6%	23.5%	13.7%	18.0%	总资产/股本	3.0	2.9	3.5	3.9	4.1
每股收益 (%)	52.6%	144.6%	82.9%	30.7%	23.8%	盈利对利息倍数	2.3	16.9	28.5	34.0	38.3

资产负债表

现金流量表

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金及银行存款	4200	4282	4993	6802	8672	经营活动流入现金流	26418	38448	44840	50462	56559
贸易及其它应收款	9803	11652	14667	17018	20487	经营活动流出现金流	-25907	-36615	-41612	-46232	-51975
存货	4911	4729	5838	6641	7839	支付各项税费	-1194	-2474	-3055	-3475	-4102
流动资产	19552	21572	26530	31544	38186	经营活动现金流净额	512	1833	3228	4230	4584
固定资产	11627	13741	13741	13741	13741	资本开支	-4887	-2469	-2963	-3556	-4374
无形资产	2133	2059	2059	2059	2059	投资流入现金流	2036	1682	2252	2909	3447
其他资产	12805	15993	15887	17118	18496	投资流出现金流	-5716	-3774	-4268	-4861	-5678
总资产	46118	53365	58217	64461	72482	投资性现金流净额	-3680	-2092	-2016	-1951	-2231
短期银行借款	1250	1258	1258	1258	1258	负债变化	1283	788	788	1240	1782
应付账款	7202	7672	14032	18346	22719	股本变化	0	0	0	0	0
流动负债	25198	28746	35476	41764	48401	已付股息	-250	-434	-876	-1807	-2363
长期银行贷款	992	1270	1270	1270	1270	其他融资活动	1482	98	98	98	98
其他负债	4536	4709	4748	5026	5332	融资性现金流	2515	452	10	-470	-483
总负债	30727	34725	41495	48060	55003	现金变化	-653	193	1222	1809	1869
股东权益	15391	18640	16722	16401	17478	期初持有现金	4239	3586	3771	4993	6802
每股账面值	3.27	4.00	3.59	3.52	3.75	期末持有现金	3586	3771	4993	6802	8672

投资评级定义和免责条款

投资评级:

强烈推荐	预期股价在未来 12 个月上升 20%以上
推荐	预期股价在未来 12 个月上升 5%-20%
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 5%以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 5%-20%
强烈卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 20%以上

免责声明:

此刊物只供阁下参考, 在任何地区或任何情况下皆不可作为或被视为证券出售要约或证券、期货及其它投资产品买卖的邀请。此刊物所提及的证券、期货及其它投资产品可能在某些地区不能买入、出售或交易。此刊物所载的资料由国元证券(香港)有限公司及/或国元期货(香港)有限公司(下称“国元(香港)”)编写, 所载资料的来源皆被国元(香港)认为可靠及准确。此刊物所载的见解、分析、预测、推断和预期都是以这些可靠数据为基础, 只是表达观点, 国元(香港)或任何个人对其准确性或完整性不作任何担保。此刊物所载的资料(除另有说明)、意见及推测反映国元(香港)于最初发此刊物日期当日的判断, 可随时更改。国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司对投资者因使用此刊物的材料而招致直接或间接的损失概不负任何责任。

负责撰写分析之分析员(一人或多人)就本刊物确认:

分析报告内所提出的一切意见准确地反映了分析员本人对报告所涉及的任何证券或发行人的个人意见; 及

分析员过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在本刊物内发表的具体建议及意见没有直接或间接的关连。

此刊物内所提及的任何投资皆可能涉及相当大的风险, 若干投资可能不易变卖, 而且也不适合所有的投资者。此刊物中所提及的投资的价值或从中获得的收入可能会受汇率及其它因素影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此刊物并没有把任何人的投资目标、财务状况或特殊需求一并考虑。投资者入市买卖前不应单靠此刊物而作出投资决定, 投资者务请运用个人独立思考能力, 谨慎从事。投资者在进行任何以此刊物的建议为依据的投资行动之前, 应先咨询专业意见。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司以及它们的高级职员、董事、员工(包括参与准备或发行此刊物的人)可能随时与此刊物所提到的任何公司建立或保持顾问、投资银行、或证券服务关系; 及

已经向此刊物所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。

国元(香港)、其母公司、其附属公司及/或其关连公司的一位或多位董事、高级职员及/或员工可能担任此刊物所提到的证券发行公司的董事。此刊物对于收件人来说属机密文件。此刊物绝无让居住在法律或政策不允许该报告流通或发行的地方的人阅读之意图。

未经国元(香港)事先授权, 任何人不得因任何目的复制、发出或发表此刊物。国元(香港)保留一切追究权利。

规范性披露

分析员的过去、现在及将来所收取之报酬之任何部份与其在此报告内发表具体建议及意见没有直接关联。

国元证券(香港)有限公司、国元期货(香港)有限公司及其每一间在香港从事投资银行、自营证券交易或代理证券经纪业务的集团公司, 并无对在此刊物所评论的上市公司持有需作出披露的财务权益、跟此刊物内所评论的任何上市公司在过去12个月内并无就投资银行服务收取任何补偿或委托、并无雇员或其有关联的个人担任此刊物内所评论的任何上市公司的高级人员及没有为此刊物所评论的任何上市公司的证券进行庄家活动。

国元证券(香港)有限公司

香港中环德辅道中 189 号李宝椿大厦 18 楼

电 话: (852) 3769 6888

传 真: (852) 3769 6999

服务热线: 400-888-1313

公司网址: <http://www.gyzq.com.hk>